

# RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE  
2021

## SNEP : FRANCHISSEMENT D'UN NOUVEAU PALIER DE PROFITABILITÉ

- 03 | À l'international, les prix du PVC franchissent un palier historique..
- 04 | ...Soutenant les niveaux de profitabilité des opérateurs industriels
- 05 | SNEP, un positionnement « unique » au sein de son secteur
- 06 | Franchissement de la barre des 100 MDH de bénéfices en 2021



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

Notre intérêt pour la valeur SNEP intervient dans un contexte international inédit marqué par la soutenabilité des cours du PVC à des niveaux lucratifs rarement observés. Durant les trois derniers trimestres, le prix de ce produit se maintient au-dessus des 1.700 \$/T contre moins de 1.000 \$/T historiquement. Une situation qui devrait perdurer selon les professionnels du secteur et ce, au moins sur les deux années à venir. À l'origine de cette conviction, l'impact considérable des plans de relance économique qui limitent la disponibilité du PVC sur le marché international.

Dans ce contexte propice, les prévisions des opérateurs de la Chimie & Parachimie ont été revues à la hausse à l'échelle internationale. Sur la base d'un échantillon de 8 sociétés comparables à la SNEP, le consensus des prévisions de leur marge moyenne d'EBE a été relevé de +5,8 pts passant d'un niveau normatif de 17,3% à 23,1% en 2021E.

Dans l'hypothèse de la soutenabilité des prix actuels du PVC, la SNEP serait en mesure d'améliorer significativement ses niveaux de profitabilité. À cet effet, nous relevons plusieurs raisons qui nous poussent à croire en SNEP, à savoir : **(1)** Un positionnement en tant qu'unique producteur du PVC au Maroc lui permettant de bénéficier d'un taux d'utilisation optimal de 80%, **(2)** Une compétitivité mondiale avérée à travers un prix de vente inférieur de 10% par rapport aux importations et enfin, **(3)** L'entrée en service du nouveau projet de capacités se traduisant par un relèvement des volumes de vente du PVC de +29,0% durant la période 2022E-2023E.

À date d'aujourd'hui, deux grands scénarii se présentent durant la période 2022E-2023E :

- ⇒ **Scénario Optimiste** : La soutenabilité des niveaux de cours du PVC observés durant les trois derniers trimestres (soit au-dessus des 1.700 \$/T) permettrait à la SNEP d'atteindre une capacité bénéficiaire moyenne de 160 MDH équivalente à un P/E cible attractif de 11,2x ;
- ⇒ **Scénario Conservateur** : La correction des cours du PVC pour revenir autour des 1.500 \$/T se traduirait selon nos estimations par une capacité bénéficiaire moyenne de 116 MDH sur la période prévisionnelle étudiée, soit un P/E cible relativement attractif de 15,5x.

Au terme de notre exercice d'actualisation des prévisions de croissance de la SNEP, qui repose sur le « **Scénario Conservateur** », nous avons révisé notre cours objectif du titre de 685 DH initialement à 900 DH actuellement. Sur la base d'un cours de 750 DH en date du 12 novembre 2021, le titre offre un potentiel d'appréciation en Bourse de 20% réalisable courant l'année 2022. Par conséquent, nous réitérons notre recommandation d'**ACHAT** du titre SNEP.

**Maria IRAQI**

Manager  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma

**Taha JAIDI**

Directeur Stratégie  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma

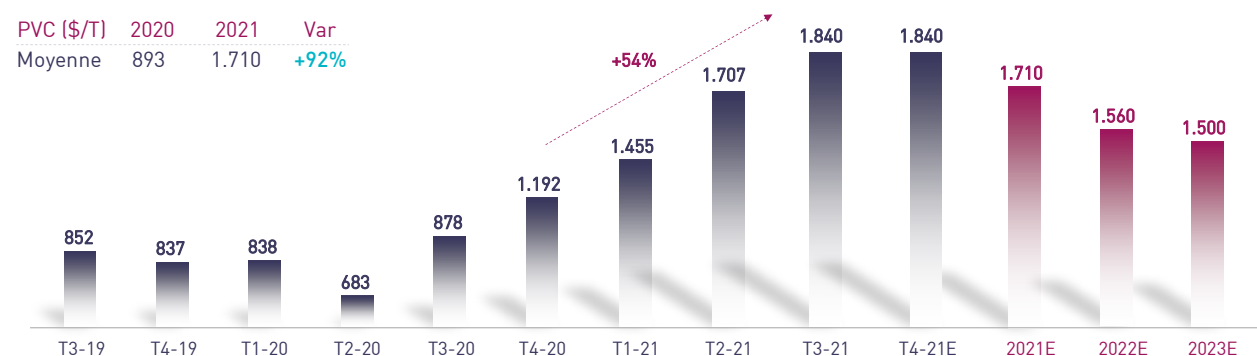
## À L'INTERNATIONAL, LES PRIX DU PVC FRANCHISSENT UN PALIER HISTORIQUE...

Sur le marché international, les cours du PVC ont connu deux phases d'évolution majeures durant la période 2019-2021 :

- **T3-19 - T2-20** : Une tendance baissière des cours passant d'une moyenne trimestrielle de 852 à 683 \$/T soit un repli de plus de -20%. À l'origine de cette correction, les mesures inédites de confinement de la population à l'échelle mondiale ayant entraîné une chute drastique de la Demande en PVC ;
- **À compter du T3-20** : Les prix du PVC se sont nettement redressés atteignant des records historiques. Les cours moyens trimestriels sont ainsi passés de 1.192 \$/T au T4-20 à plus de 1.800 \$/T durant le T3-21.

Le consensus des prévisions à l'international anticipe un prix moyen du PVC de 1.710 \$/T en 2021E contre 1.530 \$/T sur la période 2022E-2023E, soit une correction de -11%. Il est important de souligner que les cours du PVC affichés par les sites spécialisés peuvent s'écarter sensiblement des transactions réalisées par les industriels et ce, en fonction de la nature du contrat commercial, de la stratégie de prix adoptée et du niveau de liquidité du marché.

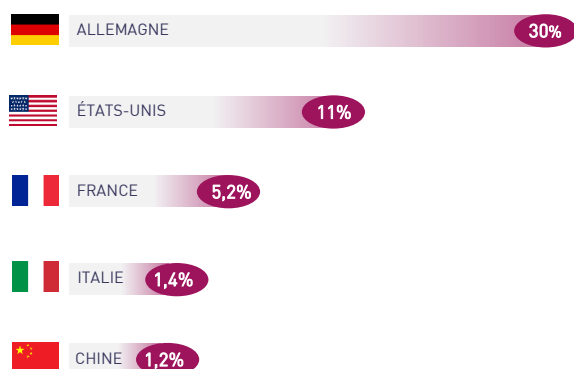
### PVC : ÉVOLUTION DES COURS MOYENS TRIMESTRIELS Vs. CONSENSUS DES PRÉVISIONS SUR LA PÉRIODE 2021E-2023E (\$/T)



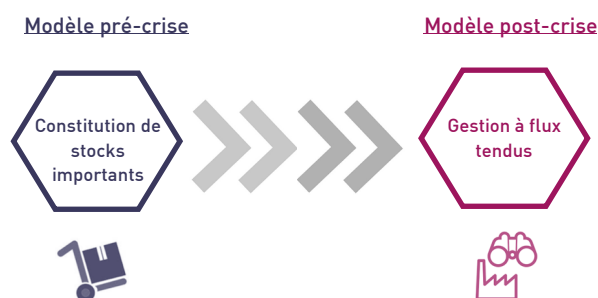
Sur la base de nos échanges avec les opérateurs industriels locaux, nous ressortons convaincus que le PVC a franchi un nouveau palier en termes de prix en 2021. Selon nous, un prix moyen supérieur à 1.500 \$/T sur la période 2021E-2023E (versus un cours spot autour des 1.800 \$/T) nous semble une hypothèse crédible. Deux principaux constats soutiennent notre scénario :

- Le déploiement des plans de relance d'envergure à l'échelle mondiale qui reposent essentiellement sur les grands projets d'infrastructure. À titre indicatif, les plans annoncés par l'Allemagne, les États-Unis et la Chine pèsent 30%, 11% et 1,2% de leur PIB respectif. Dans cette optique, nous nous attendons à une réduction des capacités d'export des grands pays industriels dont l'objectif serait de répondre à la Demande croissante de leur marché domestique ;
- L'évolution du modèle de gestion des stocks des industriels. En marge de cette crise sanitaire, les producteurs semblent privilégier davantage la gestion à flux tendus. L'intérêt étant d'éviter la constitution de stocks importants dans un environnement instable. Cette situation impliquerait un renchérissement naturel des prix des intrants.

#### PLANS DE RELANCE ÉCONOMIQUE DES PAYS (% PIB)



#### IMPACT DE LA CRISE SUR LA GESTION DES STOCKS



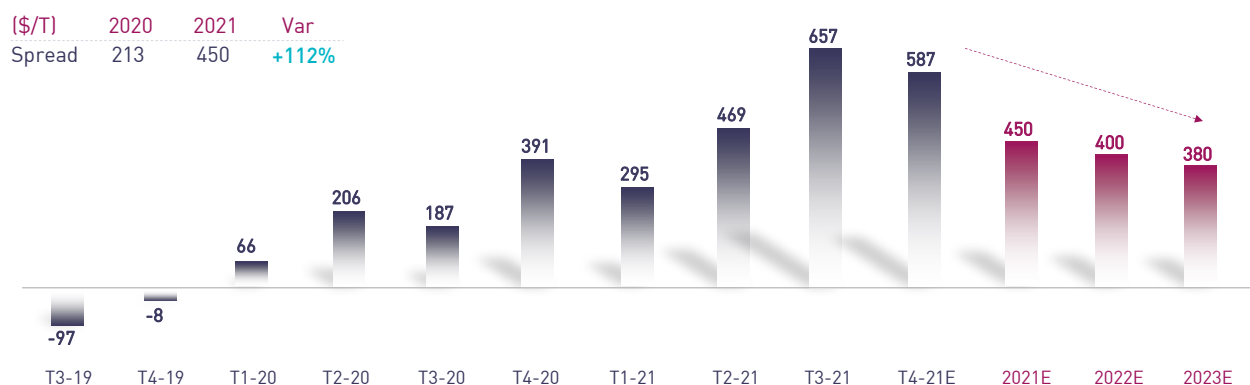
Sources : Refinitiv, FMI, Calculs & Estimations AGR

## ... SOUTENANT LES NIVEAUX DE PROFITABILITÉ DES OPÉRATEURS INDUSTRIELS

Dans un contexte inflationniste à l'international, le principal indicateur de profitabilité à surveiller pour les industriels est le spread de prix entre le produit fini et l'intrant le plus significatif au niveau de la structure des coûts. Concernant la SNEP, il s'agit d'une part du *PVC* qui contribue à hauteur de 62% à son CA et d'autre part, de l'*Ethylène* qui représente plus de 40% du coût de revient de la société.

Aujourd'hui, la SNEP opère dans un contexte favorable en termes de profitabilité. Le spread de prix « PVC-Ethylène » a ainsi atteint des plus hauts historiques et ce, depuis l'introduction en Bourse de la société en 2007. Plus en détails, le spread de prix se situerait selon nos propres calculs autour de 450 \$/T en 2021E contre 213 \$/T en 2020. Par prudence, nous retenons un spread de 390 \$/T sur la période 2022E-2023E, affichant une décote de 13,4% par rapport à 2021.

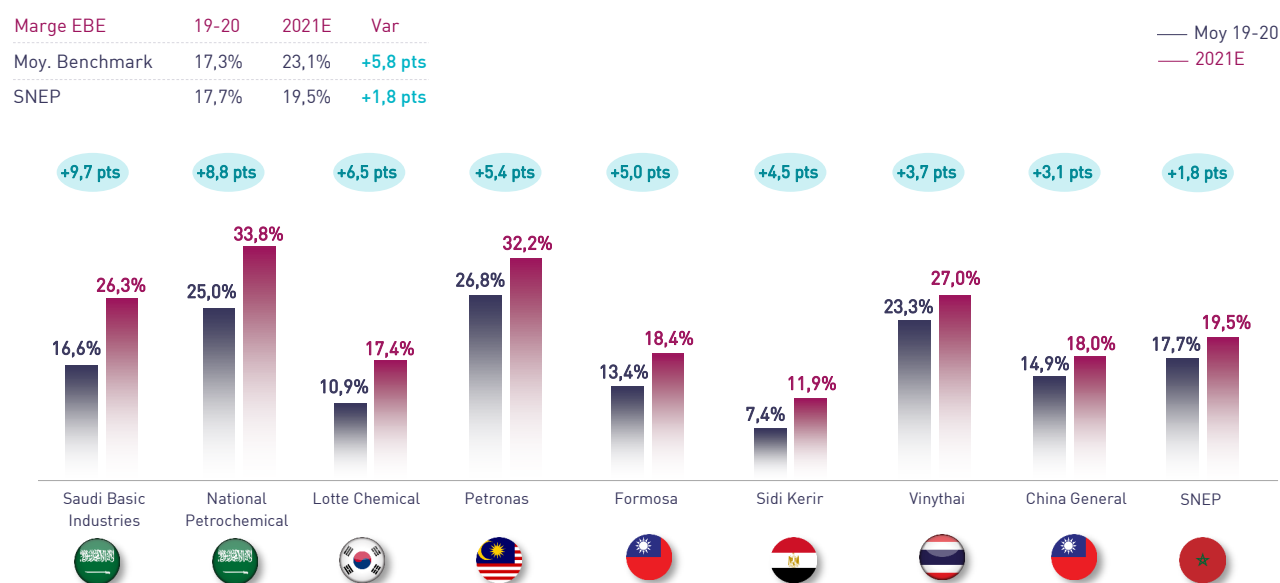
### ÉVOLUTION DU SPREAD DE PRIX (\$/T) « PVC-ÉTHYLÈNE » SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL



Il est rassurant de constater que cet écart de prix entre le PVC et l'Ethylène se reflète positivement sur les prévisions des analystes à l'international. Les sociétés opérant dans le secteur de la Chimie & Parachimie bénéficient en 2021 d'un gain important au niveau de leur marge sur coûts variables dans la mesure où l'effet prix du PVC impacte une grande partie de leurs revenus tandis que le renchérissement de l'Ethylène ne concerne que 40 à 50% de leur structure des coûts.

Afin de mieux illustrer ce constat, nous avons retenu un benchmark international de 8 sociétés comparables à la SNEP. Le consensus des prévisions Bloomberg fait ressortir des hausses sensibles des marges d'EBE en 2021 allant de +3,0 à +10,0 pts. Concernant la SNEP, nous anticipons une amélioration de sa marge d'EBE de +1,8 pts passant d'une moyenne de 17,7% sur la période 2019-2020 à 19,5% en 2021. Ce scénario d'évolution de la profitabilité demeure conservateur par rapport à la tendance générale de notre benchmark international qui s'établit à +5,8 pts.

### BENCHMARK INTERNATIONAL DES OPÉRATEURS DU PVC : ÉVOLUTION DE LA MARGE MOYENNE D'EBE



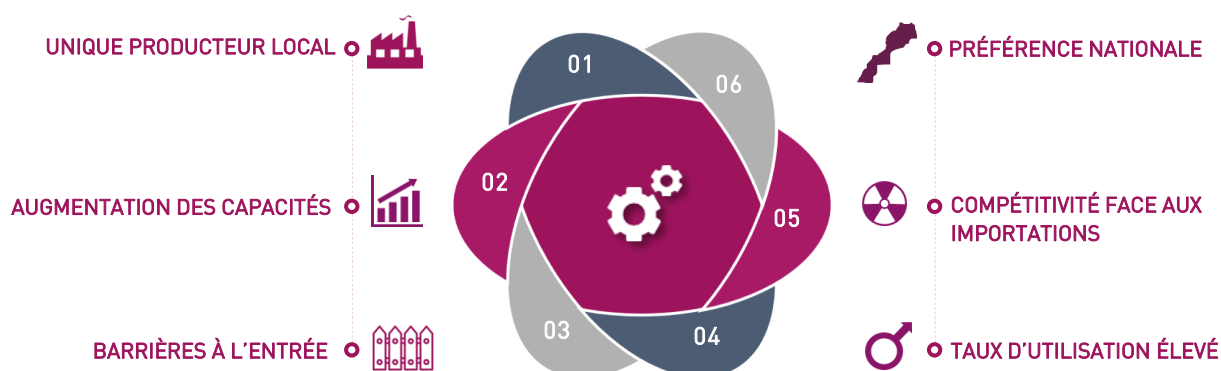
Sources : Refinitiv, Bloomberg, Calculs & Estimations AGR

## SNEP, UN POSITIONNEMENT « UNIQUE » AU SEIN DE SON SECTEUR

Notre analyse du positionnement de la SNEP au sein du secteur marocain de la Chimie & Parachimie fait ressortir six avantages compétitifs. Ces derniers constituent le socle de notre argumentaire d'investissement :

- **Unique producteur local** : La SNEP est un acteur stratégique de l'industrie marocaine des produits vinyliques dans la mesure où l'opérateur est le seul producteur de PVC sur le marché local. Ainsi, la perturbation des importations de PVC durant la crise sanitaire a mis en évidence le rôle de la SNEP quant à la sécurité des approvisionnements de l'économie marocaine ;
- **Augmentation des capacités** : Grâce à son investissement lancé en 2017, la SNEP serait en mesure de relever sa production de PVC à compter de juin 2022 de +29% passant de 70.000 à 90.000 T. Cette augmentation des capacités devrait se réaliser aux dépens des importations dont la PDM historique demeure supérieure à 50% ;
- **Barrières à l'entrée élevées** : D'un point de vue économique, la SNEP bénéficie de barrières à l'entrée élevées sur le marché domestique. Afin d'assurer une rentabilité adéquate, tout concurrent potentiel devrait investir dans une capacité supérieure à 45 KT équivalente à un budget minimum de 2,5 MMDH. Selon nous, ce niveau de capacité demeure peu attractif aux yeux des grands groupes industriels ;

### SIX RAISONS STRATÉGIQUES POUR CROIRE EN SNEP



- **Taux d'utilisation élevé des capacités** : Etant l'unique producteur de PVC au Maroc et avec une capacité largement en deçà du niveau de consommation du marché domestique, la SNEP maintient des taux d'utilisation nettement plus élevés par rapport aux autres industries. Selon nos propres calculs, il s'agit d'un taux de 85% sur la période 2018-2020 contre 75% pour le secteur cimentier et moins de 50% pour le secteur sidérurgique ;
- **Compétitivité avérée face aux importations** : Selon nos informations, les prix pratiqués par la SNEP sont inférieurs de 10% par rapport à ceux du PVC importé. Il s'agit d'une stratégie commerciale agressive qui permet à l'opérateur historique de renforcer sa position sur le marché domestique et ce, avant le démarrage effectif de ses nouvelles capacités en 2022. Ainsi, la SNEP pourrait aisément placer sa production additionnelle sur le marché marocain ;
- **Intérêt grandissant pour la préférence nationale** : Dans un contexte de crise sanitaire marqué par la perturbation des chaînes de production à l'échelle mondiale, la SNEP a été en mesure d'assurer l'approvisionnement de ses clients sur le marché domestique. Conscient de l'importance de disposer de « champions nationaux » pouvant renforcer l'autonomie de l'économie marocaine face aux importations, l'Exécutif encourage davantage le principe de la préférence nationale. Dans ce contexte, le projet de relèvement des capacités de la SNEP prend tout son sens.

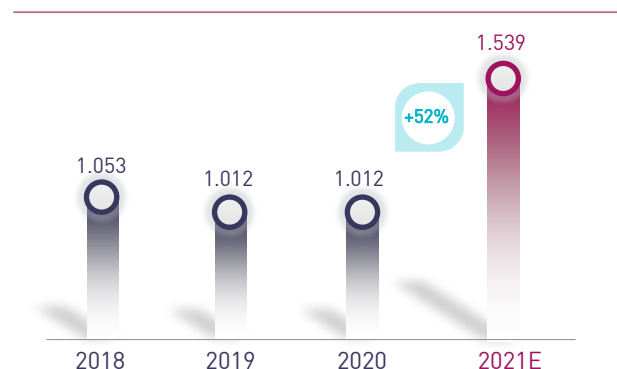
Sources : Rapports Annuels SNEP, AGR

## FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 100 MDH DE BÉNÉFICES EN 2021

En 2021, la SNEP devrait bénéficier d'un effet prix positif grâce à la hausse des cours du PVC sur le marché international. Sur la base de nos estimations, le prix de vente moyen de l'opérateur s'apprécierait de 52% courant cette année pour s'établir à 1.539 \$/T contre 1.012 \$/T une année auparavant.

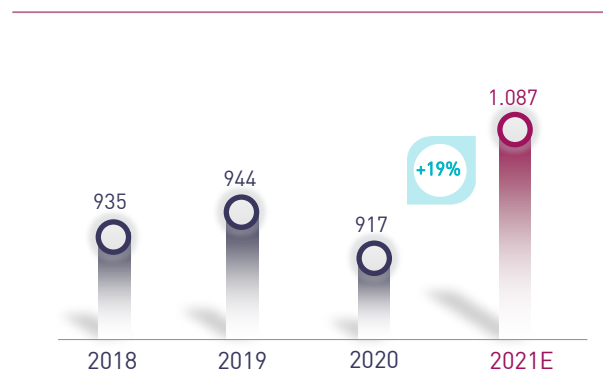
Par ailleurs, la décision des autorités compétentes d'orienter la totalité de la production d'oxygène vers les hôpitaux du Royaume durant une période marquée par une forte augmentation des contaminations au Covid-19, a causé certaines perturbations de la production (Cf. [SNEP-Point d'analyse](#)). En effet, nous avons assisté à la suspension des ventes de produits vinyliques de la SNEP sur une période d'au moins quatre semaines. Il s'agirait selon nos propres estimations, d'un manque à gagner d'environ 5.000 T équivalent à 6,3% du chiffre d'affaires annuel.

SNEP : PRIX DE VENTE ESTIMÉ<sup>(1)</sup> DU PVC 2018-2021E (\$/T)



(1) Tenant compte d'une décote de 10% par rapport au PVC importé

SNEP : CHIFFRE D'AFFAIRES SOCIAL 2018-2021E (MDH)



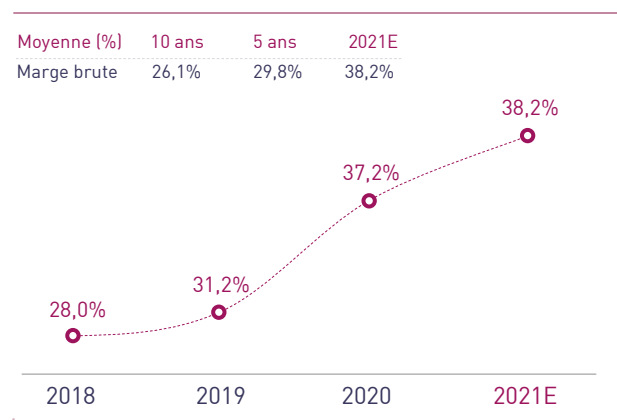
Tenant compte d'un spread de prix « PVC-Ethylène » de 450 \$/T en 2021, la marge brute de la SNEP ressortirait selon nos calculs à un niveau élevé de 38,2%. Celle-ci est supérieure de 8,4 points par rapport à la moyenne observée au cours des 5 dernières années (soit de 29,8%) et de 12,1 points à la moyenne 10 ans (soit de 26,1%).

En termes de capacité bénéficiaire, la SNEP devrait dépasser pour la 1<sup>ère</sup> fois la barre des 100 MDH en 2021. En effet, le résultat net social de l'opérateur ressortirait à 113 MDH en hausse de +18,6% par rapport à 2020. Toutefois, il est à noter que notre estimation des bénéfices en 2021 est impactée par deux éléments non récurrents :

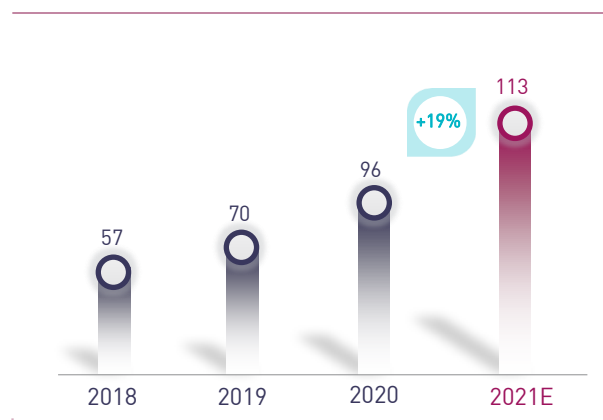
1. L'arrêt de la production sur une durée de 4 semaines impliquant un manque à gagner au niveau du CA de l'ordre de 69,0 MDH selon nos propres estimations ;
2. La comptabilisation au S1-21 d'une charge de 18,0 MDH relative au déploiement d'un programme de réhabilitation de l'outil industriel. En effet, le poste « autres charges externes » a doublé au S1-21 passant de 29 à 59 MDH.

En retraitant ces deux éléments non récurrents, le RN de la SNEP ressortirait selon nos calculs autour des 124 MDH au terme de l'exercice 2021.

SNEP : ÉVOLUTION DE LA MARGE BRUTE 2018-2021E



SNEP : RÉSULTAT NET SOCIAL 2018-2021E (MDH)



Sources : Etats financiers SNEP, Calculs & Estimations AGR

## À COMPTER DE 2022, DEUX GRANDS SCÉNARIIS SE DESSINENT

Les prévisions de croissance de la SNEP à compter de 2022 dépendent de deux paramètres. D'une part, un effet volume significatif suite au relèvement attendu des capacités de production et d'autre part, l'évolution du spread *PVC-Ethylène*.

- (1) **Effet volume** : Selon le Management, l'entrée en service des nouvelles capacités de production planifiée initialement durant le S2-21, aurait finalement lieu à compter de juin 2022. Il s'agit d'une hausse des volumes du PVC de +20.000 T passant de 70.000 à 90.000 T. Au final, notre scénario central tient compte d'une augmentation de la production du PVC de 16,7% en 2022 puis de 10,2% en 2023 avant de se stabiliser à compter de 2023 ;
- (2) **Spread PVC/Ethylène** : Deux scénariis majeurs se présentent durant la période 2022E-2023E :
- **Scénario Optimiste** : Un spread de prix de 450 \$/T qui tient compte d'un cours moyen du PVC de 1.725 \$/T contre 1.275 \$/T pour l'Ethylène. À titre indicatif, le cours moyen du PVC se maintient autour des 1.840 \$/T depuis le T3-21 ;
  - **Scénario Conservateur** : Un spread de prix de 390 \$/T sur la base d'un cours moyen du PVC de 1.530 \$/T contre 1.140 \$/T pour l'Ethylène. Il s'agit d'une décote du prix du PVC de 17,0% par rapport au cours moyen observé depuis le T3-21.

### AGR : SCHÉMATISATION DES DEUX SCÉNARIIS AUXQUELS LA SNEP FERAIT FACE DURANT LA PÉRIODE 2022E-2023E



- ⇒ Sur la base de notre **Scénario Optimiste**, la SNEP serait en mesure d'atteindre une capacité bénéficiaire de 162 MDH en 2022 en hausse de 43,1% par rapport à 2021. En 2023, le résultat net s'établirait à 158 MDH. Cette nette amélioration de la capacité bénéficiaire se reflèterait positivement sur le P/E du titre qui ressort à une moyenne de 11,2x durant la période 2022E-2023E ;
- ⇒ Sur la base de notre **Scénario Conservateur**, le résultat net de la SNEP en 2022 s'établirait autour des 121 MDH en hausse de 7,0% par rapport à 2021. À compter de 2023, les bénéfices de l'opérateur se maintiendraient autour des 111 MDH. Ces réalisations se traduiraient par des multiples de valorisation toujours attractifs, à savoir un P/E moyen cible de 15,5x sur la période étudiée, offrant une décote de 26,3% par rapport au marché Actions marocain.

#### SCÉNARIO OPTIMISTE : PRINCIPAUX AGRÉGATS 20-23E

En MDH	2020R	2021E	2022E	2023E
Volume PVC (T)	57 872	55 050	72 492	79 890
PDM	46,7%	42,7%	55,1%	59,5%
Prix de vente \$/T	1 012	1 539	1 575	1 530
Chiffre d'affaires	917	1 087	1 362	1 444
EBE	180	211	293	290
RN	96	113	162	158
Variation	+36,4%	+18,6%	+43,1%	-2,7%
P/E (x)	11,7	15,8	11,0	11,4

#### SCÉNARIO CONSERVATEUR : PRINCIPAUX AGRÉGATS 20-23E

En MDH	2020R	2021E	2022E	2023E
Volume PVC (T)	57 872	55 050	72 492	79 890
PDM	46,7%	42,7%	55,1%	59,5%
Prix de vente \$/T	1 012	1 539	1 404	1 350
Chiffre d'affaires	917	1 087	1 251	1 316
EBE	180	211	228	216
RN	96	113	121	111
Variation	+36,4%	+18,6%	+7,0%	-8,7%
P/E (x)	11,7	15,8	14,8	16,2

## RÉVISION DE NOS PRÉVISIONS FINANCIÈRES 2021E-2023E

La soutenabilité des niveaux de cours actuels du PVC à l'international et le démarrage attendu des nouvelles capacités de production, sont les deux principaux facteurs qui justifient la révision de nos prévisions de croissance de la SNEP sur la période 2021E-2023E. Sur la base de notre **Scénario Conservateur**, nos réajustements se déclinent comme suit :

- **2021** : Nous avons relevé nos prévisions de croissance du CA de +14,8%. Celui-ci devrait franchir pour la 1<sup>ère</sup> fois la barre des 1,0 MMDH soutenu essentiellement par un effet prix positif du PVC. Par ailleurs, l'effet marge sur coûts variables devrait porter le RN social à 113 MDH contre une estimation initiale de 90 MDH. Cette nouvelle prévision tient compte de l'arrêt de la production sur 1 mois et des charges non récurrentes relatives à la réhabilitation de l'outil industriel en 2021 ;
- **2022** : La croissance des revenus de la SNEP serait soutenue principalement par un effet volume dont l'impact serait sur 7 mois. Dans ce contexte, le CA devrait atteindre 1.251 MDH contre 1.058 MDH initialement. Par ailleurs, le résultat net se stabiliserait autour de 121 MDH en raison du réajustement baissier du spread *PVC-Ethylène* ;
- **2023** : L'augmentation des capacités de production atteindrait sa vitesse de croisière à travers une capacité de 90.000 T adossée à une PDM de 60%. Celle-ci permettrait de soutenir un CA de 1.316 MDH et un RN social autour de 111 MDH équivalent à une marge nette de 8,4%.

### SCÉNARIO CONSERVATEUR : ACTUALISATION DES INDICATEURS DU CPC (BASE SOCIALE)

Indicateurs (En MDH)	2019R	2020R	2021E			2022E			2023E
			Anciens	Nouveaux	Révision	Anciens	Nouveaux	Révision	
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	944	917	947	1.087	+14,8%	1.058	1.251	+18,2%	1.316
<i>Croissance</i>	0,9%	-2,9%	3,2%	18,5%	+15,3 pts	11,7%	15,1%	+3,4 pts	5,2%
<b>EBE</b>	149	180	182	211	+15,9%	214	228	+6,5%	216
<i>Marge EBE</i>	15,8%	19,7%	19,2%	19,5%	+0,3 pt	20,2%	18,2%	-2,0 pts	16,4%
<b>REX</b>	113	150	144	179	+24,3%	171	185	+8,2%	170
<i>Marge opérationnelle</i>	12,0%	16,3%	15,2%	16,5%	+1,3 pts	16,2%	14,7%	-1,5 pts	12,9%
<b>RÉSULTAT NET</b>	70	96	90	113	+25,6%	108	121	+12,0%	111
<i>Marge nette</i>	7,4%	10,4%	9,5%	10,4%	+0,9 pt	10,3%	9,7%	-0,6 pt	8,4%

La révision des prévisions de croissance de la SNEP améliore considérablement ses multiples de valorisation en Bourse :

- Le P/E 21E évoluerait de 19,9x initialement à 15,8x post-révision. Il s'agit d'une décote attractive de 25% par rapport au multiple normatif de valorisation du marché Actions marocain qui ressort autour des 21,0x ;
- Le multiple VE/EBE 21E ressort à 9,3x post-révision contre 10,8x initialement, en amélioration de 13,8%. À titre indicatif, ce multiple se situe en moyenne à 10,5x pour l'indice MASI ;
- L'amélioration structurelle des indicateurs de profitabilité de la SNEP se refléterait clairement sur sa distribution de dividende. Nous croyons que la SNEP devrait revenir à un dividende normatif de 30 DH par Action à horizon 2023. Il s'agit des niveaux normatifs observés sur la période 2006-2008. Au final, le D/Y cible du titre s'établirait à 4,0%.

### SCÉNARIO CONSERVATEUR : ACTUALISATION DES MULTIPLES DE VALORISATION (BASE SOCIALE)

Multiples*	2019R	2020R	2021E			2022E			2023E
			Anciens	Nouveaux	Révision	Anciens	Nouveaux	Révision	
<b>P/E (x)</b>	16,3	11,7	19,9	15,8	↘ -20,6%	16,5	14,8	↘ -10,5%	16,2
<b>VE/EBE (x)</b>	8,8	6,9	10,8	9,3	↘ -13,8%	8,9	8,4	↘ -6,5%	8,7
<b>DPA (DH)</b>	0	15	20	20	↔	25	25	↔	30
<b>D/Y (%)</b>	0,0%	3,2%	2,7%	2,7%	↔	3,4%	3,4%	↔	4,0%

\*Cours arrêtés au 10/11/2021

Sources : Etats financiers SNEP, BVC, Calculs &amp; Estimations AGR



## RELÈVEMENT DE NOTRE COURS OBJECTIF À 900 DH CONTRE 685 DH INITIALEMENT

L'actualisation de notre plan d'affaires prévisionnel sur la période 2021E-2025E tient compte des hypothèses suivantes : **(1)** Un cours moyen du PVC autour des 1.500 \$/T contre moins de 1.000 \$/T historiquement, **(2)** Une entrée progressive des nouvelles capacités de production, soit +16,7% en 2022 et +10,2% en 2023, et **(3)** Une structure de coûts fixes impactée par la hausse visible des amortissements suite à la mise en service du nouvel investissement.

Au terme de notre exercice, nous ressortons avec les évolutions suivantes :

- Un TCAM des revenus de 12,8% sur la période 2020-2023E contre 4,0% sur la seconde phase 2023E-2025E ;
- Une marge EBE moyenne autour des 18,4% sur la période 2020-2023E contre un taux moyen de 16,7% durant les 5 dernières années ;
- Un CAPEX moyen de 105 MDH sur la période 2020-2023E contre 70 MDH à horizon 2025E. À LT, le ratio CAPEX/CA se normaliserait autour des 4,0% en cohérence avec les standards de l'industrie.

### SNEP : MODÈLE SIMPLIFIÉ DU TABLEAU DES FCF (MDH)

EN MDH	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	935	944	917	1.087	1.251	1.316	1.369	1.424
Variation	6,8%	0,9%	-2,9%	18,5%	15,1%	5,2%	4,0%	4,0%
EBE	138	149	180	211	228	216	224	233
Marge EBE	14,8%	15,8%	19,7%	19,5%	18,2%	16,4%	16,4%	16,4
CAPEX	61	38	136	130	75	79	68	71
CAPEX/CA	6,6%	4,0%	14,8%	12,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
BFR/CA	35,8%	27,0%	24,7%	20,9%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%
FCF économiques	20	156	29	27	86	75	93	97
FCF/CA	2,1%	16,5%	3,1%	2,5%	6,9%	5,7%	6,8%	6,8%

Au terme de notre exercice de valorisation selon la méthode des DCF, nous ressortons avec un cours cible du titre SNEP à 900 DH contre 685 DH initialement. Ce niveau de valorisation tient compte des hypothèses suivantes :

- Un WACC de 6,78% sur la base des paramètres suivants : **(1)** Un taux de rendement du BDT 10 ans de 2,38%, **(2)** Une prime de risque Actions de 6,1% sur la base du dernier sondage réalisé par AGR en octobre 2021, **(3)** Un bêta 2 ans de 0,99 reflétant la résilience des performances opérationnelles de la SNEP depuis le début de la crise sanitaire et enfin, **(4)** Une structure financière composée de 70% FP et 30% Dettes ;
- Une valeur terminale de 1.397 MDH, représentant 65,0% de la Valeur d'Entreprise cible. Cette quote part est justifiée par le profil de croissance à LT de l'industrie Chimique & Parachimique qui s'aligne sur celui du PIB ;
- Une valorisation de la participation de la SNEP dans sa filiale de distribution Dimatit estimée à 280 MDH.

### SNEP : HYPOTHÈSES DE CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES DU WACC	OCTOBRE 2021
Taux sans risque	2,38%
Prime de risque	6,1%
Bêta 2 ans	0,99
<b>COÛT DES FOND PROPRES KCP</b>	<b>8,42%</b>
Poids de la Dette	30%
Poids des Fonds Propres	70%
<b>COÛT DE LA DETTE (AVANT IS)</b>	<b>4,20%</b>
<b>WACC</b>	<b>6,78%</b>

### SNEP : VENTILATION DU COURS CIBLE DU TITRE

EN MDH	MDH	% VE
FCF actualisés 10 ans	748	35%
Valeur terminale	1.397	65%
<b>VALEUR D'ENTREPRISE</b>	<b>2.145</b>	<b>100%</b>
Estimation Participation Dimatit (46,5%)	280	
Endettement net au S1-21	264	
<b>VALEUR DES CAPITAUX PROPRES</b>	<b>2.161</b>	
Valeur par action (DH)	900	

Sources : Etats financiers SNEP, BVC, Salle des marchés AWB, Calculs & Estimations AGR

## SNEP : INDICATEURS SOCIAUX ET MULTIPLES DE VALORISATION SUR LA PÉRIODE 2017-2023E

<b>Croissance (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
CA Publié	7,9%	6,8%	0,9%	-2,9%	18,5%	15,1%	5,2%
EBE Ajusté	15,9%	-8,1%	7,4%	21,3%	17,1%	8,0%	-5,6%
REX	30,1%	0,2%	20,7%	32,4%	19,3%	3,2%	-8,1%
Résultat Net	45,7%	-42,4%	23,3%	36,4%	18,6%	7,0%	-8,7%
DPA	40,0%	42,9%	NS	NS	33,3%	25,0%	20,0%
<b>Profitabilité / Rentabilité</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Marge EBE	17,2%	14,8%	15,8%	19,7%	19,5%	18,2%	16,4%
Marge Opérationnelle	10,7%	10,0%	12,0%	16,3%	16,5%	14,7%	12,9%
Taux d'IS Apparent	25,2%	36,2%	33,4%	32,8%	33,1%	33,1%	33,1%
Marge Nette	11,3%	6,1%	7,4%	10,4%	10,4%	9,7%	8,4%
FCF/CA	19,5%	2,1%	16,5%	3,1%	2,5%	6,9%	5,7%
ROE	17,0%	9,2%	10,5%	12,6%	13,5%	13,3%	11,5%
Payout	17,1%	42,3%	0,0%	37,7%	42,4%	49,5%	65,1%
<b>P&amp;L (MDH)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
CA Publié	876	935	944	917	1 087	1 251	1 316
EBE	151	138	149	180	211	228	216
DAM	57	45	36	31	33	44	46
REX	94	94	113	150	179	185	170
Impôt	33	32	35	47	58	60	55
Résultat Net	99	57	70	96	113	121	111
<b>Bilan (MDH)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Capitaux Propres	578	618	664	760	837	910	961
BFR	306	335	255	227	227	239	250
Endettement Net	304	298	164	130	171	118	86
Gearing (%)	52,5%	48,1%	24,7%	17,1%	20,4%	13,0%	8,9%
<b>Flux de Trésorerie (MDH)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Variation BFR	-65	29	-79	-29	0	12	11
CAPEX récurrent	17	61	38	136	130	75	79
Taux d'IS normatif	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Free cash-flow	171	20	156	29	27	86	75
Dividendes (n-1)	12	17	24	0	36	48	60
<b>Multiplés de valorisation</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E (x)	13,8	17,9	16,3	11,7	15,8	14,8	16,2
D/Y (%)	1,2%	2,4%	0,0%	3,2%	2,7%	3,4%	4,0%
P/B (x)	2,4	1,6	1,7	1,5	2,1	2,0	1,9
VE/EBE (x)	11,1	9,5	8,8	6,9	9,3	8,4	8,7
VE/CA (x)	1,9	1,4	1,4	1,4	1,8	1,5	1,4
<b>Données par Action (DH)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cours fin de période	568	424	477	465	746	746	746
BPA	41	24	29	40	47	50	46
DPA	7	10	0	15	20	25	30
ANA	241	258	277	317	349	379	400

\*Cours arrêtés au 10/11/2021

Sources : Etats financiers SNEP, BVC, Calculs &amp; Estimations AGR

## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Omar Cherkaoui  
+212 5 22 49 14 82  
o.cherkaoui@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

Maria Iraqui  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali  
+212 5 22 49 14 82  
n.jamali@attijari.ma  
Casablanca  
Casablanca

### SENIOR ANALYST

Ines Khouaja  
+216 31 34 13 10  
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn  
Tunis

### FINANCIAL ANALYST

Felix Dikosso  
+237 233 43 14 46  
f.dikosso@attijarisecurities.com  
Douala

### FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba  
+225 20 21 98 26  
jean-jacques.birba@sib.ci  
Abidjan

## Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui  
+212 5 29 03 68 27  
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria  
+212 5 29 03 68 48  
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares  
+212 5 29 03 68 34  
a.hares@attijari.ma

Alae Yahya  
+212 5 29 03 68 15  
a.yahya@attijari.ma

Sofia Mohcine  
+212 5 22 49 59 52  
s.mohcine@wafabourse.com

### CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 54 42 98  
t.loudiyi@attijariwafa.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 20 21 98 26  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+225 20 21 98 26  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi  
+237 678 43 87 19  
s.ekambi@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mehdi Mabkhout  
+212 5 22 42 87 22  
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 24  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni  
+212 5 22 42 87 74  
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa  
+202 27 97 04 80  
mahmoud.bahaa@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC - GABON

Youssef Hansali  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.com

## AVERTISSEMENT

#### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

#### SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

#### CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

#### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

#### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différents publications de Attijari Global Research sont préparés abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

